

## Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego

### Spis treści

- I. Uwagi wstępne
- II. Dotychczasowe zasady oferowania obligacji
- III. Nowe zasady emisji i oferowania obligacji
  1. Zmiany związane z nową definicją oferowania instrumentów finansowych
  2. Wzmocnienie nadzoru i obligatoryjna dematerializacja
  3. Zmiany wynikające z wejścia w życie rozporządzenia 2017/1129
- IV. Podsumowanie

### Streszczenie

Obligacje są papierami wartościowymi kwalifikowanymi na gruncie przepisów o obrocie jako instrumenty finansowe. Przedmiotem artykułu jest zagadnienie obrotu obligacjami i zmian, jakie zaszły w związku z implementacją MIFID II, zaostrzeniem nadzoru nad emisjami niepublicznymi oraz tych, które wynikają z wejścia w życie nowych przepisów unijnych. Autorka stara się dokonać analizy wprowadzonych zmian w kontekście celu, jaki przyświecał ustawodawcy.

**Słowa kluczowe:** obligacje; instrumenty finansowe; agent emisji.

**JEL:** K22, K23

### I. Uwagi wstępne

W roku 2015, po 20 latach obowiązywania pierwotnej regulacji<sup>1</sup>, weszła w życie nowa ustawa o obligacjach<sup>2</sup> (dalej: *uo*). Wprowadzono do niej rozwiązania, które miały na celu rozwój rynku długoterminowych nieskarbowych papierów dłużnych<sup>3</sup>, w tym także rozwiązania mające na celu zabezpieczenie interesów obligatariuszy lub takie, które co prawda funkcjonowały w praktyce, ale nie miały swoich wyraźnych podstaw prawnych (Lesiński i Walczyna, 2015, s. 104). Do takich rozwiązań należało wprowadzenie regulacji dotyczących ustanawiania i działania zgromadzenia obligatariuszy, a także wprowadzenie instytucji agenta zabezpieczeń i agenta hipoteki. Ponadto wprowadzono również nowe rodzaje obligacji – obligacje podporządkowane i obligacje wieczyste.

\* Doktor nauk prawnych; adiunkt w Katedrze Prawa i Postępowania Administracyjnego Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego; radca prawny w kancelarii Prof. Marek Wierzbowski i Partnerzy – Adwokaci i Radcowie Prawni. <https://orcid.org/0000-0002-2932-8312>.

<sup>1</sup> Ustawa z 29.06.1995 r. o obligacjach (t.j. DzU 2014, poz. 730) utraciła moc 1.07.2015 r.

<sup>2</sup> Ustawa z 15.01.2015 r. o obligacjach (t.j. DzU 2018, poz. 483 ze zm.); dalej: *uo*.

<sup>3</sup> Uzasadnienie do projektu ustawy.

Niestety zmiany te nie wpłynęły znacząco na rozwój rynku obligacji. Co więcej, zaobserwowano liczne patologie związane z procesem oferowania tych instrumentów finansowych. Szczególnie istotna w tym zakresie okazała się sprawa oferowania obligacji emitowanych przez GetBack S.A. i liczne oskarżenia dotyczące *misselingu*, czyli wprowadzania w błąd przy oferowaniu lub oferowania produktu osobom o nieodpowiednim profilu ryzyka i horyzoncie inwestycyjnym<sup>4</sup>. Zapoczątkowała ona dyskusję w przedmiocie zmian w regulacjach prawnych dotyczących emisji i oferowania obligacji, a także innych instrumentów finansowych, której efektem było uchwalenie ustawy z 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku<sup>5</sup>. Ustawa ta, chociaż w nieznacznym stopniu dotknęła wprost uo, wprowadzając zmiany głównie do ustawy z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>6</sup>, istotnie wpłynęła na sposób ich emisji, a także proces oferowania. Przede wszystkim zrezygnowano z formy dokumentowej obligacji dla wszystkich emisji począwszy od 1 lipca 2019 r. Dodatkowo wprowadzono podwójny system nadzoru nad emisją obligacji poprzez ustanowienie instytucji agenta emisji oraz rejestrację zdematerializowanych obligacji w depozycie prowadzonym przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A (dalej: KDPW). Pośrednio przez to objęto emisję obligacji i oferowanie ich w drodze niepublicznej nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: KNF lub Komisja), co wynika z tego, że zarówno agenci emisji, jak i KDPW są podmiotami nadzorowanymi.

Wcześniej jednak, w związku z pracami nad implementacją MIFiD II<sup>7</sup>, dokonano istotnych zmian w uoif, w tym rozszerzono definicję oferowania instrumentów finansowych. Zmiany wprowadzone ustawą z 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw<sup>8</sup>, które weszły w życie 21 kwietnia 2018 r., miały na celu wzmocnienie bezpieczeństwa obrotu i wyeliminowanie wątpliwości interpretacyjnych dotyczących procesu oferowania instrumentów finansowych i pośrednictwa w oferowaniu. Obok implementacji MIFiD II wprowadzono regulacje ograniczające możliwość przedstawiania informacji o instrumentach finansowych stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji inwestycyjnych w sposób, który w dotychczasowym stanie prawnym nie mógł być jednoznacznie zakwalifikowany jako świadczenie usług maklerskich wymagających uzyskania zezwolenia KNF.

Dodatkowo 21 lipca 2019 r. weszły w życie najważniejsze regulacje rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE<sup>9</sup>. Ustawę dostosowującą krajowe regulacje do zmian wprowadzonych rozporządzeniem 2017/1129 uchwalono dopiero 16 października 2019 r., a weszła w życie 30 listopada 2019 r. Z uwagi na to, że Rozporządzenie

<sup>4</sup> Zob. Postanowienie Prezesa UOKiK z 5.02.2019 r. o wszczęciu wobec GetBack Spółka Akcyjna w restrukturyzacji z siedzibą we Wrocławiu postępowania w sprawie praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów, znak DOZIK-7.610.1.19 [...] oraz Decyzja częściowa nr RBG-13/2019 z 1.08.2019.

<sup>5</sup> Ustawa z 9.11.2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (DzU poz. 2243); dalej: nowelizacja z 9.11.2018.

<sup>6</sup> Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. DzU 2018, poz. 2286 ze zm.); dalej: uoif.

<sup>7</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz. Urz. UE 2014 L 173/314.

<sup>8</sup> Ustawa z 1.03.2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (DzU poz. 685).

<sup>9</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.6.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE, Dz. Urz. UE L 2017 168/12; dalej: rozporządzenie 2017/1129.

2017/1129 powinno być bezpośrednio stosowane, częściowo zastąpiło dotychczasowe regulacje ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>10</sup> Wprowadziło bowiem nową definicję oferty publicznej oraz określiło nowy katalog wyłączeń od obowiązku prospektowego, co bezpośrednio przekłada się na warunki i tryb oferowania instrumentów finansowych, w tym na tryb i warunki oferowania obligacji (Nowosad, 2018, s. 43).

Wszystkie powyższe zmiany, w tym rozwiązania zaproponowane w projekcie ustawy zmieniającej ustawę o ofercie publicznej<sup>11</sup>, a następnie przyjęte nowelizacją uop, z jednej strony mają na celu zabezpieczenie interesów obligatariuszy i wyeliminowanie patologii, w tym tych dotyczących *misselingu*, z drugiej zaś – miały być nakierowane na ułatwienie obrotu i zniesienie barier w dostępie do kapitału, co odnosi się w szczególności do rozporządzenia 2017/1129<sup>12</sup>. Naturalnie wobec tego nasuwa się pytanie, czy rzeczywiście nowe regulacje pozwalają osiągnąć zamierzone cele.

## II. Dotychczasowe zasady oferowania obligacji

Obligacja jest papierem wartościowym o charakterze dłużnym emitowanym w serii. Zasady emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji określono pierwotnie w ustawie z 29 czerwca 1995 r., a następnie w uo, która weszła w życie 1 lipca 2015 r. Jako do papieru wartościowego do obligacji zastosowanie znajdują ponadto regulacje ustawy z 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny<sup>13</sup>, a w szczególności przepisy Tytułu XXXVIII Działu II. Jako papier wartościowy obligacja zgodnie z art. 2 ust. 1 pkt 1 w zw. z art. 3 pkt 1 lit. a) uoif.

W dotychczasowym stanie prawnym obligacje mogły być emitowane w dwóch postaciach – zarówno w formie dokumentu (art. 9 uo w brzmieniu sprzed nowelizacji z 9 listopada 2018 r.), jak i w formie zdematerializowanej (art. 8 uo w brzmieniu sprzed nowelizacji z 9 listopada 2018 r.). Jedynie w przypadku obligacji, które miały być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym dematerializacja była obligatoryjna. Forma obligacji determinowała przy tym również mechanizm obrotu (Sójka, 2016, s. 243), co związane było z momentem powstawania praw z obligacji (Woźniak, 2016, s. 54).

Zgodnie z art. 33 uo (zarówno przed, jak i po nowelizacji z 9 listopada 2018 r.) emisja obligacji mogła nastąpić:

- 1) w trybie oferty publicznej, o której mowa w art. 3 uop;
- 2) przez proponowanie nabycia obligacji w inny sposób niż wskazany w pkt 1.

Na gruncie obowiązujących do 30 listopada 2019 r. przepisów uop (zob. uwagi w punkcie II.3), z zastrzeżeniem wejścia w życie 21 lipca 2019 r. przepisów Rozporządzenia 2017/1129, ofertą publiczną było udostępnianie, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych.

<sup>10</sup> Ustawa z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (DzU 2019, poz. 2217); dalej: nowelizacja uop.

<sup>11</sup> Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw przyjęty 19.7.2019 r., Druk Sejmu VIII kadencji nr 3755.

<sup>12</sup> Wniosek Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z ofertą publiczną lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych, COM(2015) 583 final, s. 2.

<sup>13</sup> DzU 1964 Nr 16, poz. 93 z późn. zm.; dalej: k.c.

Dokonywanie oferty publicznej obligacji, z zastrzeżeniem wystąpienia przypadków, o których mowa w art. 7 uop, wiązało się zasadniczo z obowiązkami dotyczącymi sporządzenia, zatwierdzenia i publikacji prospektu i pośrednictwem firmy inwestycyjnej. Natomiast proponowanie nabycia obligacji w inny sposób, niż w drodze oferty publicznej, wiązało się z obowiązkiem sporządzenia propozycji nabycia, o której mowa w art. 34 ust. 1 uo. Obligacje w tym wypadku oferowane były przez emitenta (lub pośredniczącą w oferowaniu firmę inwestycyjną) w drodze przedstawienia propozycji nabycia i jej przyjęcie w trybie określonym w art. 44 uo. Cały proces emisji obligacji mógł się zamknąć w 2–3 dniach, polegał na sporządzeniu warunków emisji oraz propozycji nabycia i wówczas, gdy to emitent składał propozycję nabycia, zasadniczo nie wymagał pośrednictwa podmiotów profesjonalnych, chyba że obligacje emitowane były w formie zdematerializowanej, kiedy to niezbędne było uczestnictwo podmiotu prowadzącego ewidencję.

### III. Nowe zasady emisji i oferowania obligacji

#### 1. Zmiany związane z nową definicją oferowania instrumentów finansowych

W związku z pracami nad implementacją MIFiD II dokonano rewizji uoif, wprowadzając także zmiany dotyczące zasad oferowania instrumentów finansowych, w szczególności zmieniając definicję oferowania zawartą w art. 72 uoif. Zmiana ta podyktowana była koniecznością wyeliminowania wątpliwości interpretacyjnych dotyczących pojęcia „oferowania instrumentów finansowych”<sup>14</sup>. W praktyce związana była m.in. pewnymi zjawiskami dotyczącymi prób obchodzenia przepisów o czynnościach maklerskich.

Do 21 kwietnia 2018 r. oferowanie instrumentów finansowych nie było wprost zdefiniowane – jedynie z elementów konstrukcyjnych umowy o oferowanie można było wywnioskować, jaki jest zakres tej czynności. Przepis art. 72 uoif w poprzednim brzmieniu stanowił, że w umowie o oferowanie instrumentów finansowych firma inwestycyjna zobowiązuje się do pośrednictwa w:

- 1) proponowaniu przez emitenta nabycia papierów wartościowych nowej emisji lub w zbywaniu tych papierów;
- 2) proponowaniu przez podmiot wystawiający instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi nabycia tych instrumentów lub w ich zbywaniu w wyniku tej propozycji;
- 3) proponowaniu przez sprzedającego nabycia papierów wartościowych lub w ich zbywaniu w wyniku tej propozycji, lub
- 4) proponowaniu nabycia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi przez podmiot sprzedający te instrumenty do obrotu na rynku regulowanym lub do alternatywnego systemu obrotu lub w ich zbywaniu w wyniku tej propozycji.

Na tym gruncie wykształciła się praktyka, w ramach której podmioty nieposiadające zezwolenia na świadczenie usług maklerskich prezentowały potencjalnym nabywcom informacje o oferowanych w drodze niepublicznej instrumentach finansowych, zakres prezentowanych informacji o emitencie i instrumencie finansowym nie polegał zaś wprost na przedstawianiu konkretnej oferty nabycia. W ten sposób obchodzono regulacje uoif<sup>15</sup>, co dotyczyło także emisji i oferowania obligacji.

<sup>14</sup> Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 2191.

<sup>15</sup> Komunikat UKNF w sprawie nowych przepisów dotyczących oferowania instrumentów finansowych z 27.04.2018 r.

Obecnie poszerzone brzmienie art. 72 uoif stanowi, że oferowaniem jest podejmowanie na rzecz emitenta papierów wartościowych, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego<sup>16</sup> instrument finansowy czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych, przez:

- 1) prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego, informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów lub
- 2) pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji, o których mowa w pkt 1, lub
- 3) prezentowanie indywidualnie oznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego informacji w celu:
  - a) promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub
  - b) zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych.

Podstawową różnicą, jaka występuje pomiędzy poprzednim a obecnym stanem prawnym jest to, że pierwotnie oferowaniem było tylko i wyłącznie pośredniczenie w proponowaniu nabycia. Proponowanie nabycia nie zostało przy tym zdefiniowane w uoif, ale wskazywała na nie uo, której art. 33 stanowił do 30 listopada 2019 r., że emisja może nastąpić w trybie oferty publicznej lub przez proponowanie nabycia obligacji w inny sposób (obecnie może nastąpić w trybie oferty publicznej papierów wartościowych, o której mowa w art. 2 lit. d Rozporządzenia 2017/1129 lub przez proponowanie nabycia obligacji w inny sposób). W tym drugim przypadku emitent powinien udostępnić propozycję nabycia, która zawiera jasno określone przez regulacje uo dane. Na gruncie uoif w zw. z przepisami uo to właśnie takie informacje powinny być przedstawione, żeby w ogóle mówić o proponowaniu nabycia obligacji. Ówczesne brzmienie przepisów powodowało zatem, iż aby mówić o oferowaniu pośredniczący powinien przekazać otrzymaną przez emitenta propozycję nabycia, a nie jakiegokolwiek informacje.

Ponadto względem pierwotnego rozwiązania istotną różnicę stanowi dodanie, że zaprezentowane informacje mają stanowić wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu instrumentów. Zgodnie ze stanowiskiem Urzędu KNF, „prezentowanie informacji, które nie zawierają łącznie informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów, nie zostanie zakwalifikowane jako działalność oferowania instrumentów finansowych na podstawie art. 72 pkt 1 Ustawy, choć nie wyklucza to przedmiotowej kwalifikacji na gruncie art. 72 pkt 3 Ustawy, przy spełnieniu zawartych tam warunków”<sup>17</sup>. W dotychczasowych warunkach brak było możliwości uznania, że dochodzi do oferowania w przypadku prezentacji informacji promocyjnych czy marketingowych. Jedyne ograniczenia z tym związane dotyczyły prezentacji tego rodzaju informacji w związku z ofertą publiczną. Art. 53 ust. 1 uop zakazywał udostępniania „w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji w celu promowania bezpośrednio lub pośrednio nabycia lub objęcia papierów wartościowych albo zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do ich nabycia lub objęcia, chyba że informacje udostępniane są mniej niż 150 osobom lub nie są udostępniane nieoznaczonemu adresatowi”.

<sup>16</sup> Do wejścia w życie nowelizacji uop uoif posługiwała się w przytoczonym przepisie pojęciem sprzedającego. Obecnie zastąpiono sprzedającego oferującym.

<sup>17</sup> Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi z 29.03.2019 r.

W konsekwencji dopuszczalne było prezentowanie materiałów reklamowych i promocyjnych, o ile nie były kierowane do nieznaczonego adresata lub do co najmniej 150 adresatów. Potwierdził to również Urząd KNF wskazując, że „w przypadku tzw. ofert prywatnych, tj. tam gdzie działanie oferującego na charakter konfidencjonalny, z uwagi na konieczność ograniczenia liczby potencjalnych inwestorów do 149, wejście w życie Ustawy zmieniającej spowodowało praktyczną eliminację jakichkolwiek usług marketingowych przez podmioty nieuprawnione do prowadzenia działalności, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy”.

Zmiana regulacji uoif spowodowała, że zasadniczo oferowanie obligacji możliwe jest albo przez emitenta, albo przez firmę inwestycyjną świadczącą usługę maklerską, na warunkach określonych w art. 72 uoif. Dodatkowo zmieniono definicję przyjmowania zleceń. Zgodnie z art. 74b ust. 1 uoif w obecnym brzmieniu przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych polega na zobowiązaniu się firmy inwestycyjnej do przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez:

- 1) przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do innego podmiotu, w tym do emitenta instrumentu finansowego, wystawcy instrumentu finansowego lub sprzedającego taki instrument, w celu ich wykonania lub
- 2) kojarzenie dwóch lub więcej podmiotów w celu doprowadzenia do zawarcia transakcji między tymi podmiotami.

Skutkiem zmiany definicji jest założenie, że jeżeli firma inwestycyjna lub bank będzie m.in. przyjmował od inwestora zapis na akcje lub obligacje w ramach oferty i kierował zapis do emitenta, na rzecz tego inwestora będzie świadczona usługa przyjmowania i przekazywania zleceń. Podmioty te będą zobowiązane zatem zawrzeć z inwestorem umowę o świadczenie usług maklerskich, co w konsekwencji ma rozszerzyć na tych inwestorów ochronę wynikającą z implementacji MIFiD II<sup>18</sup>.

## 2. Wzmocnienie nadzoru i obligatoryjna dematerializacja

Jak już wskazano wyżej, kolejne zmiany, jakie nastąpiły w procesie oferowania obligacji są pokłosiem nowelizacji, która miała na celu wzmocnienie nadzoru i zabezpieczenie interesów inwestorów, zwłaszcza detalicznych (Michalski, 601). Nowelizacją z 9 listopada 2018 r. wprowadzono nowe brzmienie art. 8 ust. 1 uo, zgodnie z którym obecnie obligacje nie mogą mieć formy dokumentu i skreślono art. 9 mówiący o formie dokumentowej obligacji. Brak formy dokumentu nie jest przy tym w żaden sposób związany ze sposobem oferowania czy z dopuszczaniem do obrotu na rynku regulowanym lub w ASO. Dotyczy to bez wyjątku wszystkich obligacji emitowanych na podstawie uo począwszy od dnia wejścia w życie zmian, tj. od 1 lipca 2019 r. Co więcej, zrezygnowano z możliwości zarejestrowania obligacji w ewidencji na zasadach określonych w art. 8 ust. 1–4 uo w brzmieniu sprzed nowelizacji na rzecz dematerializacji w oparciu o przepisy ustawy o obrocie i rejestrację w depozycie prowadzonym przez KDPW.

W przypadku obligacji, które zostały wyemitowane przed tą datą emitentom pozostawiono wybór. Co do zasady obligacje wyemitowane przed 1 lipca 2019 r. i nieumorzono przed tym dniem, mające formę dokumentów albo niemające formy dokumentu, lecz zapisane w ewidencji prowadzonej na podstawie przepisów dotychczasowych, pozostają w mocy. Emitent może przy tym ubiegać się o ich zarejestrowanie w depozycie papierów wartościowych na zasadach określonych

<sup>18</sup> Tak Komunikat UKNF w sprawie nowych przepisów dotyczących oferowania instrumentów finansowych z 27.04.2018 r.

w art. 9 uoif po nowelizacji z 9 listopada 2018 r. Jeżeli po 1 lipca 2019 r. obligacje nie zostały zarejestrowane w depozycie i nie zostały umorzone, emitent, a w przypadku gdy są one zapisane w ewidencji prowadzonej na podstawie przepisów dotychczasowych, podmiot prowadzący ich ewidencję są zobowiązani przekazać KDPW do 31 marca 2020 r. (wg stanu na 31 grudnia 2019 r.) informacje wskazane w art. 44 ust. 2 nowelizacji z 9 listopada 2018, w tym informacje o tym czy wymagalne świadczenia z obligacji zostały już wykonane. Informacje te powinny być okresowo aktualizowane (Brzezińska i Róg-Dyrda, 2019, s. 590–593). Obowiązek ten w pewnej mierze zbliżony jest charakterem do obowiązków spółki publicznej. Informacje te będą bowiem przekazywane przez KDPW do wiadomości publicznej. Ma to swoje istotne konsekwencje, gdyż zasadniczo wpływa na poziom wiedzy o zobowiązaniach danego emitenta z tytułu wyemitowanych, a nieumorzonych obligacji. Z jednej strony może chronić ewentualnych przyszłych obligatariuszy, gdyż stanowi źródło informacji o stanie realizacji dotychczasowych zobowiązań emitenta, z drugiej – wpływać także na jego pozycję kontraktową. Dotychczas tego rodzaju dane były bowiem uważane za dane wrażliwe, zasadniczo chronione przez emitentów. Wydaje się jednak, że sam dostęp do informacji w tym wypadku nie zabezpieczy interesów obligatariuszy. Zostało to potwierdzone w przypadku licznych emisji GetBack S.A., gdzie z samych raportów okresowych zawierających sprawozdania finansowe wynikało jakie jest zadłużenie, a co jednocześnie nie zniechęciło do nabywania tych instrumentów.

Obecnie, w związku z nowelizacją z 9 listopada 2018 r., obligacje nie mogą mieć formy dokumentu i podlegają rejestracji w depozycie papierów wartościowych. Zgodnie z obowiązującym brzmieniem art. 8 ust. 3 uo zarówno do powstawania, jak i do przenoszenia praw z obligacji stosuje się przepisy uoif dotyczące praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych. W konsekwencji, co do zasady prawa z obligacji będą powstawać z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługiwać będą osobie będącej posiadaczem tego rachunku.

Chociaż w przepisach uo, w odniesieniu do oferowania obligacji w sposób inny niż w drodze oferty publicznej w związku z nowelizacją z 9 listopada 2018 r., zasadniczo nic się nie zmieniło, do uoif wprowadzono art. 7a. Zgodnie z tym przepisem w przypadku obligacji, które nie są emitowane w drodze oferty publicznej i w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenie do ASO, przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja w depozycie papierów wartościowych, emitent zobowiązany jest zawrzeć umowę o wykonywanie funkcji agenta emisji. Umowa z agentem powinna być zawarta jeszcze przed rozpoczęciem proponowania nabycia obligacji. Wprowadzono zatem zupełnie nowy obowiązek związany z emisją i oferowaniem obligacji w drodze niepublicznej, uzależniając *de facto* możliwość emitowania obligacji od zawarcia umowy z agentem (Sójka i Rycerski, 2019, s. 2). Agentem emisji może być firma inwestycyjna uprawniona do prowadzenia rachunków papierów wartościowych albo bank powierniczy. W praktyce będą to zatem w praktyce najczęściej domy maklerskie legitymujące się zezwoleniem na wykonywanie usługi maklerskiej określonej w art. 69 ust. 4 pkt 1 uoif. Dodatkowo agent emisji musi być uczestnikiem KDPW w typie agent emisji, co wynika z regulacji wewnętrznych KDPW i rozszerzenia typów uczestnictwa będących następstwem nowelizacji z 9 listopada 2018 roku.

Obowiązki agenta emisji ujęto szeroko – wydaje się, że zbyt szeroko względem rzeczywistych możliwości realizacji celu, jaki przyświecał ustawodawcy, a dodatkowo zmodyfikowano jeszcze nowelizacją uop. Założono bowiem, że agent emisji, jako podmiot profesjonalny, wykonujący swoje obowiązki w sposób rzetelny i niezależny, z zachowaniem należytej staranności (tak art. 7a ust. 6 uoif) będzie gwarantem bezpieczeństwa procesu emisji (Famirski, 2019, s. 52). W związku z tym na agenta emisji nałożono ustawowo – przesądzając, że umowa nie może ich ograniczyć ani wyłączyć – obowiązki obejmujące:

- 1) weryfikację spełniania przez emitenta wymogów dotyczących emisji papierów wartościowych, wynikających z przepisów prawa;
- 2) weryfikację zgodności działań emitenta z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych, wynikającymi z przepisów prawa (w związku z nowelizacją uop obowiązek ten obejmuje obecnie weryfikację zgodności dokumentacji i oświadczeń przedstawionych przez emitenta z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych, wynikającymi z przepisów prawa);
- 3) weryfikację spełniania przez papiery wartościowe oraz przez ich emitenta warunków rejestracji w depozycie papierów wartościowych określonych w regulaminie, o którym mowa w art. 50 ust. 1, a także tego, czy przyjęte przez Krajowy Depozyt lub przez spółkę, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 pkt 1 i 4, zasady obsługi realizacji zobowiązań emitentów zapewniają możliwość prawidłowego wykonania zobowiązań wynikających z papierów wartościowych;
- 4) utworzenie ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych (w związku z nowelizacją uop także wydawanie zaświadczeń);
- 5) pośredniczenie w zawieraniu przez emitenta umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, w szczególności udzielanie emitentowi niezbędnej pomocy w zakresie ustalenia i przygotowania dokumentacji niezbędnej do zawarcia tej umowy (w związku z nowelizacją uop obowiązek ten obejmuje obecnie nie pośredniczenie, ale zawarcie przez emitenta umowy rejestracji papierów wartościowych w depozycie).

Jak wynika z powyższego, agent emisji miał być pośrednikiem pomiędzy emitentem a KDPW (lub spółką wykonującą zadania KDPW). Obecnie jednak to on wprost, w imieniu emitenta, zawiera umowę z KDPW. Ponadto wykonuje czynności techniczne związane z utworzeniem ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych oraz weryfikuje czy obligacje zostały wyemitowane w sposób prawidłowy i czy dokumentacja niezbędna do ich zarejestrowania spełnia wymogi regulaminów podmiotu prowadzącego depozyt (Famirski, 2019, s. 54–57). Wątpliwości budzą jednak jego obowiązki wskazane w punktach 1 i 2. Pierwszy z nich dotyczy weryfikowania czy emitent spełnia wymogi dotyczące emisji papierów wartościowych, w tym przypadku obligacji (art. 7a uoif znajduje zastosowanie także przy listach zastawnych i niektórych certyfikatach inwestycyjnych). W praktyce agent emisji może wyłącznie sprawdzić czy emitent posiada zdolność emisyjną, tj. czy jest jednym z podmiotów wskazanych w art. 2 uo, opierając się przy tym na dostępnych rejestrach i dokumentach. Drugi obowiązek dotyczy weryfikacji zgodności działań, a obecnie wręcz całej dokumentacji i oświadczeń emitenta z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych, wynikającymi z przepisów prawa. W praktyce oznacza to zbadanie czy sporządzone zostały



warunki emisji, czy posiadają niezbędne elementy, czy emitent sporządził w sposób prawidłowy propozycję nabycia, a także czy nie zachodzą okoliczności powodujące konieczność sporządzenia, a także zatwierdzenia i upublicznienia dokumentów informacyjnych. Agent emisji nie posiada instrumentów, by zweryfikować w jaki sposób faktycznie oferowane są obligacje, a to przecież było głównym motorem zmian i stąd pierwotnie wskazywano na obowiązek weryfikacji działań. Agent nie ma jednak także instrumentów, na podstawie których, mógłby zweryfikować oświadczenia emitenta, zwłaszcza te które dotyczą jego sytuacji finansowej. Zidentyfikowane problemy wiązały się m.in. z przekazywaniem obligatariuszom przez dystrybutorów – także przedstawicieli podmiotów profesjonalnych, takich jak domy maklerskie lub banki – nieprawdziwych informacji dotyczących braku ryzyka lub wprowadzaniu ich w błąd co do istnienia w przypadku obligacji takiej ochrony, jak w przypadku lokat<sup>19</sup>. Tego w praktyce agent nie może zbadać.

O ile można zrozumieć wprowadzenie obowiązku dematerializacji obligacji, co odpowiada także zmianom w obszarze innych instrumentów finansowych i powinno poprawić bezpieczeństwo obrotu, o tyle wydaje się, że wprowadzenie instytucji agenta emisji nie tylko podniesie koszty emisji, ale także spowolni i utrudni cały proces. Obligacje były bowiem dotychczas szeroko wykorzystywane jako instrument służący transferowi środków w ramach grupy kapitałowej, zastępujący z powodzeniem pożyczki. Przygotowanie dokumentacji, zwłaszcza w przypadku obligacji niezabezpieczonych hipoteką lub zastawem, oraz zaoferowanie ich i przyjęcie propozycji nabycia zajmowało ok. 2–3 dni, a w przypadku, w którym spółka robiła to kolejny raz mogło zakończyć się szybciej. W obecnym stanie prawnym niezbędne będzie zawarcie umowy z agentem emisji, jej wcześniejsze wynegocjowanie, poniesienie kosztów, a następnie zawarcie umowy z podmiotem prowadzącym depozyt. Biorąc pod uwagę, że agent emisji może ponosić odpowiedzialność zarówno cywilną, jak i karną, koszty te powinny być znaczne. Nie wydaje się jednak, by wprowadzenie kolejnego odpowiedzialnego podmiotu, nawet w sytuacji, w której podmiot ten sam jest nadzorowany przez KNF, wpłynęło znacząco na ograniczenie negatywnych zjawisk, takich jak *misseling*.

### 3. Zmiany wynikające z wejścia w życie rozporządzenia 2017/1129 i nowelizacji uop

Jak już wskazano wyżej w poprzednich punktach, emisja obligacji mogła i może przebiegać w trybie oferty publicznej, o której mowa w art. 3 uop. W tym zakresie po 21 lipca 2019 r. powstał problem interpretacyjny związany z wejściem w życie regulacji rozporządzenia 2017/1129. Mianowicie rozporządzenie 2017/1129, które uchyla tzw. dyrektywę prospektową<sup>20</sup>, implementowaną przez uop, zawiera autonomiczną definicję oferty publicznej. Ofertą publiczną papierów wartościowych zgodnie z art. 2 lit. d rozporządzenia 2017/1129 jest komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych. Definicja ta ma również zastosowanie do plasowania papierów wartościowych poprzez pośredników finansowych. Od razu można zauważyć, że podstawową różnicą pomiędzy definicją zawartą w nowym akcie unijnym, a definicją z art. 3 ust. 1 uop jest brak limitu odbiorców oferty (Pieczyńska-Czerny, 2018, s. 2090).

<sup>19</sup> Komunikat KNF w sprawie oferowania obligacji z 29.5.2018 r.

<sup>20</sup> Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4.11.2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz. Urz. UE 2003 L 12/31, utraciła moc 21.07.2019 r.

Rozporządzenie 2017/1129 oprócz nowej definicji oferty zawiera szereg zupełnie odmiennych niż dotychczasowe rozwiązania. Odnosi się to przede wszystkim do rozszerzenia katalogu zwolnień od obowiązku prospektowego, ale także do nowych typów prospektów. Jego przepisy powinny być bezpośrednio stosowane w pełni zasadniczo od 21 lipca 2019 r. Niestety krajowy ustawodawca nie zdążył do tego czasu dostosować regulacji uop. Projekt ustawy zmieniającej został przyjęty przez Radę Ministrów 19 lipca 2019 r.<sup>21</sup>, ale nowelizacja uop została przyjęta dopiero 16 października 2019 r., a weszła w życie 30 listopada 2019 r.. Szereg rozwiązań, jakie zaproponowano w projekcie, a następnie przyjęto w nowelizacji uop, dotyczy m.in. modyfikacji – w ramach możliwości pozostawionym państwom członkowskim – progów, od których powstaje obowiązek sporządzenia prospektu lub innego dokumentu informacyjnego. Część z nich dotyczy jednak także obligacji i obrotu nimi, w tym przywrócono obrót obligacjami, które nie zostały wykupione lub w przypadku których świadczenia z tytułu wykupu obligacji zostały spełnione częściowo.

Wobec wątpliwości związanych z stosowaniem przepisów rozporządzenia 2017/1129 i uop KNF wydała komunikat, w którym odniosła się także do obligacji. Wskazano w nim, że począwszy od 21 lipca 2019 r. do oferowania obligacji zastosowanie będą miały przepisy rozporządzenia 2017/1129, które w zakresie, w jakim wymagają sporządzenia prospektu, zastępują przepisy uop, do których odsyła art. 33 pkt 1 uo. Jednocześnie podniesiono, że w przypadku niektórych ofert publicznych w rozumieniu rozporządzenia 2017/1129 sporządzenie prospektu w związku z ofertą publiczną może nie być wymagane, jednak zastosowanie mogą znaleźć przepisy uop, wymagające sporządzenia memorandum informacyjnego. Jednocześnie zaznaczono, że mogą mieć miejsce oferty publiczne, które nie wiążą się z obowiązkiem sporządzenia i zatwierdzenia prospektu, a ponadto nie mają do nich zastosowania przepisy ustawy o ofercie, wymagające sporządzenia memorandum i w takich przypadkach oferta obligacji może być prowadzona na podstawie propozycji nabycia, zgodnie z art. 33 pkt 2 uo<sup>22</sup>.

W obecnym brzmieniu, jak już wskazano wyżej, przepis art. 33 uo wprost wskazuje, że obligacje mogą być emitowane:

- 1) w trybie oferty publicznej papierów wartościowych, o której mowa w art. 2 lit. d rozporządzenia 2017/1129;
- 2) przez proponowanie nabycia obligacji w inny sposób niż wskazany w pkt 1.

W praktyce, z uwagi na bardzo szeroką definicję oferty publicznej w rozporządzeniu 2017/1129, obecnie nie będzie praktycznie możliwe proponowanie nabycia obligacji w inny sposób, gdyż zasadniczo obligacje zazwyczaj oferowane są więcej niż jednemu inwestorowi, a tylko w tym przypadku nie mamy do czynienia z ofertą publiczną (a raczej publicznym oferowaniem w rozumieniu rozporządzenia 2017/1129)<sup>23</sup>. Dotychczas, jeżeli obligacje nie były emitowane w drodze oferty publicznej, emitent sporządzał propozycję nabycia zgodnie z art. 34 ust. 1 uo. Rozwiązanie to wprowadzono także w związku z nowelizacją uop w przypadku, w którym co prawda obligacje są emitowane w drodze oferty publicznej, o której mowa w art. 2 lit. d rozporządzenia 2017/1129,

<sup>21</sup> Zob. Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw przyjęty 19.7.2019 r., Druk Sejmu VIII kadencji nr 3755.

<sup>22</sup> Zaktualizowane stanowisko UKNF w związku z ryzykiem niedostosowania do dnia 21 lipca 2019 r. polskiego porządku prawnego do przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE.

<sup>23</sup> Zob. Stanowisko UKNF w związku z wejściem w życie w dniu 30 listopada 2019 r. ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie z 29.11.2019 r.

ale jednocześnie przepisy rozporządzenia 2017/1129 lub uop wyłączają obowiązek udostępnienia prospektu albo memorandum informacyjnego.

Do momentu wejścia w życie przepisów ustawy zmieniającej ustawę o ofercie oraz inne ustawy regulujące zasady obrotu obligacjami określenie właściwych regulacji i reżimu było trudne. Wydaje się jednak, że przez to, iż w nowelizacji uop zdecydowano się na wprowadzenie – w ramach, w jakich pewne kwestie pozostawiono do decyzji państw członkowskich – obostrzeń względem minimalnych wymogów określonych w rozporządzeniu 2017/1129, wątpliwości pozostaną.

#### IV. Podsumowanie

Emisja obligacji, będąca dotychczas procesem nieskomplikowanym, pozwalającym na uzyskanie dostępu do kapitału, obecnie, po zmianach wprowadzonych m.in. nowelizacją z 9 listopada 2018 r., stała się procesem znacznie bardziej kosztowym. Chociaż zmiany te miały na celu zabezpieczenie interesów inwestorów indywidualnych, ich kształt budzi wątpliwości co do możliwości osiągnięcia zakładanych celów. W szczególności wątpliwe jest by agenci emisji mieli realny wpływ na ograniczenie zjawiska misselingu, a obowiązek ich uczestnictwa w procesie emisji podwyższa koszt całej operacji.

Drugim istotnym problemem jest mnogość regulacji dotyczących obrotu obligacjami i wielość zmian, jakie zaszły w przeciągu ostatniego roku. Zbyt liczne zmiany nie wpływają na pewność prawa, co odnosi się przede wszystkim do dokonanych oraz procedowanych zmian w ustawie o obligacjach, ustawie o ofercie i ustawie o obrocie. Problemem jest również niedostosowanie w porę przepisów krajowych do wejścia w życie rozporządzenia 2017/1129.

#### Bibliografia

- Brzezińska, K. i Róg-Dyrda, J. (2019). Komentarz do art. 44 nowelizacji z 9.11.2018. W: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz* (wyd. 2). Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Famirski, A. (2019). Komentarz do art. 8 ObligU. W: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz* (wyd. 2). Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Lesiński, P. i Walczyna, Ł. (2015). Nowa ustawa o obligacjach. *Monitor Prawa Bankowego*, (6).
- Michalski, M. (2018). Komentarz do art. 7a ObrlFinU. W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz* (wyd. 2). Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Nowosad, W. (2018). Nowe rozporządzenie prospektowe – analiza wybranych zmian legislacyjnych. *Przegląd Prawa Handlowego*, (10).
- Pieczyńska-Czerny, I. (2018). Komentarz do art. 2 Rozporządzenia 2017/1129. W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz* (wyd. 2). Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Sójka, T. (2016). Obligacje. W: M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych*. Tom 4. System prawa handlowego. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Sójka, T. i Rycerski, A. (2019). Zmiany w zakresie ochrony obligatariuszy oraz obowiązków emitentów obligacji. *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, 5. <http://dx.doi.org/10.33226/0137-5490.2019.5.1>.
- Woźniak, R. (2016). Moment powstania obligacji – uwagi na tle emisji obligacji zdematerializowanych. *Przegląd Prawa Handlowego*, (4).